

10

ПОДБОР АНАЛОГОВ

10.1. Ключевые факторы, влияющие на выбор аналогов

Про подбор аналогов уже много говорилось в предыдущих главах, но хотелось бы несколько расширить дискуссию на эту тему. Если попытаться одной фразой определить, что такое хороший аналог оцениваемой компании, то это определение будет выглядеть следующим образом: «хороший аналог — это такая компания, экономика которой схожа с экономикой оцениваемой компании, в том числе определяется схожими факторами». В книге «Оценивая бизнес. Анализ и оценка закрытых компаний»¹ цитируются вердикты американских судов, рассматривавших дела, в которых для аргументации позиции сторон использовались результаты оценки (например, при разделе имущества). В этих документах указывается, какие факторы должен рассматривать оценщик для определения сравнимости компаний. Согласно одному из решений к таким факторам относятся: структура капитала, репутация заемщика, квалификация руководства, опыт персонала, природа конкуренции, зрелость бизнеса. Согласно другому эти факторы включают: продукты, рынки, менеджмент, прибыль, способность платить дивиденды, балансовую стоимость активов, позицию компании в отрасли. Мы предлагаем читателю поразмышлять над всеми этими факторами самостоятельно, а нам хотелось бы заняться более общими параметрами, унификация которых для достижения сравнимости также, на наш взгляд, необходима.

Подобно тому, как в классической пьесе соблюдается единство места, времени и действия, для подбора аналога так же желательно, чтобы он совпадал с оцениваемой компанией по месту (*страна* ведения бизнеса) и действию (*схожий бизнес или отрасль*) и чтобы оценка производилась на одно и то же *время*. В данном разделе мы покажем, почему эти три фактора имеют такое большое значение.

10.2. Страновой фактор

Начнем со страны. Как мы помним, значение показателя P/E существенно зависит от нормы дисконта или доходности, требуемой инвесторами на свои вложения. Норму дисконта для конкретной компании можно определить по формуле оценки капитальных активов (САРМ):

$$r = r_f + \beta (r_m - r_f), \quad (33)$$

где r_f — безрисковая доходность (доходность государственных облигаций); r_m — рыночная доходность (доходность рынка акций в целом); превышение рыночной доходности (r_m) над безрисковой ставкой (r_f) представляет собой так называемую рыночную премию ($r_m - r_f$), а β — показатель, определяющий рисковость конкретной акции по сравнению с рисковостью рынка, с учетом того, что β рынка равна единице.

Первоначально эта формула была выведена для фондового рынка США. Она, безусловно, применима и для фондового рынка любой другой страны, но зачастую ее рассчитывают на основе r_m и r_f рынка США, а страновой фактор корректируется путем добавления в формулу r_c — показателя, который оценивает страновой риск (обозначается индексом c от country — страна) по сравнению с риском США. Тогда формула с учетом странового риска выглядит следующим образом:

$$r = r_f + \beta (r_m - r_f) + r_c. \quad (34)$$

¹ Sh. Pratt, R. Reilly, and R. Schweihs. Valuing a Business. The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies, McGraw-Hill, 2000.

Величина r_c в свою очередь рассчитывается как разница в доходности государственных облигаций США и той страны, о которой идет речь. Разница в доходности облигаций рассчитывается либо по факту на конкретную дату, либо по нормативному спреду, который зависит от разницы в инвестиционных рейтингах стран. Обычно разница при расчетах с использованием первого и второго методов не превышает 0,1 процентного пункта. Некоторые финансисты, в частности ведущий американский специалист по оценке Асват Дамодаран, идут дальше. Они утверждают, что в странах с более высоким страновым риском фондовые рынки более волатильны и разница в волатильности между двумя странами больше, чем разница в доходности государственных облигаций. Считается, что для формирующихся рынков (emerging markets) премия за страновой риск примерно равна разнице в доходности облигаций, умноженной на $1,5^2$. Из предыдущих рассуждений понятно, что доходность, требуемая инвесторами при вложениях в конкретную страну, существенно различается. Этот фактор наряду с разными ожидаемыми темпами роста национальных экономик может привести к довольно большим различиям в значении показателя P/E для разных стран. Ниже приводится гипотетический пример стран А и Б, которые существенно различаются между собой по уровню доходности государственных облигаций: в стране Б она намного выше. Как показано в табл. 10, значения P/E, полученные по формуле (6): $P/E = \frac{1-b}{r-g}$, существенно отличаются. В данном случае это объясняется разницей в реальных темпах роста, процентных ставках и величинах рыночной премии.

Таблица 10. Пример расчета показателя P/E для стран с разными макроэкономическими показателями

	Страна А	Страна Б
Доходность рыночных обязательств (r_f), %	8	16
Ожидаемая инфляция, %	3	8
Рыночная премия ($r_m - r_f$), %	5	7
Ожидаемый рост ВВП в реальном	3	3
Доля дивидендов в чистой прибыли, в	50	50
Расчетный показатель P/E	7,1	4,2

В табл. 11 приводятся реальные данные по величинам показателей P/E в страновом разрезе на декабрь 2007 г. (страны ранжированы по темпам роста). Как видно из таблицы, разброс между странами велик, а корреляции между темпами роста ВВП и размером показателя P/E явно не прослеживается. Так, Россия — на четвертом месте по темпам роста, но во второй половине списка по уровню P/E. Япония, которая делит с Италией последнее место по темпам роста, имеет очень высокий P/E — 29, а P/E Индии и Сингапура, растущих одинаково, отличается более чем в два раза. Похоже, что на китайском, японском и индийском рынках надулись пузыри — их P/E слишком высоки даже для бурно растущих экономик (а к таковым никак нельзя отнести Японию).

Все эти наблюдения приводят к следующему вопросу: как быть, если все подобранные нами компании-аналоги работают в разных странах, причем не в той, где находится оцениваемая компания? Для таких случаев существуют корректирующие приемы, которые позволяют делать мультипликаторы компаний из нескольких стран сравнимыми. Когда в группе аналогов собраны компании из разных стран, то зачастую на практике корректировка на страновой фактор делается через разницу в доходности еврооблигаций, номинированных в одной валюте. Если, например, доходность облигаций одной страны на четверть выше, то показатель P/E должен быть на четверть ниже. Это было бы верно, если бы темпы реального роста в обеих странах были равны нулю, но в условиях, когда они

² Необходимо отметить, что многие финансисты не согласны с формулой (34), возражая как против ее использования в принципе, так и против расчета странового риска через разницу в доходности облигаций. Сторонники альтернативного подхода предлагают страновой риск вообще не учитывать в том случае, если он является диверсифицируемым.

существенно отличны от нуля, такая корректировка неточна, учитывая еще и то обстоятельство, что для менее рискованных стран погрешность выше, так как чем ниже r , тем сильнее влияет ожидаемый рост g на размер знаменателя.

Таблица 11. Мультипликаторы P/E и реальный рост ВВП в страновом разрезе (на декабрь 2007 г.)

Страна	Индекс (биржа)	P/E	Рост ВВП за год, %
Китай	Shanghai Comp	45,5	11,5
Япония	Nikkei 225	29,3	1,9
Индия	Sensex	27,6	8,9
Тайвань	TWSE	19,0	6,9
Канада	S&P/TSX	19,0	2,9
США	S&P 500	18,4	2,8
Гон Конг	Hang Seng	18,0	6,2
Максика	Mexican Bolsa	15,8	3,7
Малайзия	Kuala Lumpur	15,6	6,7
Австралия	S&P/ASX 200	15,2	4,3
Южная Корея	Kospi	15,0	5,2
Бразилия	Bovespa	14,9	5,4
Италия	MIB 30	14,2	1,9
Швейцария	Swiss Maket	13,9	2,8
Германия	DAX	13,5	2,5
Россия	RTS	13,4	7,8
Франция	CAC-40	13,4	2,1
Сингапур	Straits Times	12,7	8,9
Южная Африка	FTSE/JSE Top 40	12,7	5,1
Испания	IBEX 35	12,3	3,8
Великобритания	FTSE 100	12,3	3,2
Швеция	OMS 30	11,8	2,6

Контрольный вопрос 15

Используя формулу $r = r_f + \beta(r_m - r_f) + r_c$ и свои знания о сравнительной оценке быстро- и медленнорастущих компаний, оцените, выше или ниже должен быть показатель P/E для страны А по сравнению с показателем для страны Б при следующих условиях:

- если в стране А более высокие процентные ставки;
- если у страны А более высокие ожидаемые темпы роста;
- если страновой риск страны А оценивается выше.

10.3. Отраслевой фактор

Между отраслями также существуют значительные различия, влияющие на оценку бизнеса. Связано это с различной доходностью и капиталоемкостью разных отраслей (в более капиталоемкой отрасли, чтобы инвестиции окупались, маржа должна быть выше), а также с разным ожидаемым ростом и многими другими факторами, которые влияют на стоимость компаний (размер компаний, степень информационной открытости и защищенности акционеров и т.п.). Ведущие компании — поставщики финансовых информационных услуг и инвестиционные банки регулярно проводят мониторинг изменений мультипликаторов в отраслевом разрезе.

В табл. 12 представлены основные мультипликаторы для ряда отраслей США (по данным на 2006 г.). Как видно из таблицы, разброс по каждому из показателей довольно велик: по P/S он варьирует от 0,6 в строительстве и производстве автомобилей до 0,1 в биотехнологии; по EV/EBIT — от 2,5 в страховании до 45 в энергетике; по EV/BVA — от 1,4 в строительстве до 17 в производстве строительных материалов. Кстати, в предыдущем издании книги, помимо

иллюстрации отраслевых различий эта статистика наглядно показывала, почему экстраполяция мультипликаторов во времени, а также между странами чревата огромными погрешностями.

В качестве иллюстрации я оставляю здесь мои рассуждения из первого издания, где приводилась статистика за 2002 г.: «чемпионы» и первые с конца были совсем другими. Низкий показатель P/S (0,64) и высокий EV/EBIT (15), отмеченные для воздушного транспорта в 2002 г., объясняются крайне плохой конъюнктурой рынка на тот момент и низкой доходностью бизнеса. Так, для сравнения в 1998–2000 гг. — годы нормальной прибыли — мультипликатор EV/EBIT у авиалиний колебался в диапазоне от 7,5 до 9,5. В относительно неплохой 2006 г. он составил 8,6, т.е. вошел в норму. Подтянулся и P/S — до 0,9. Низкий P/S для текстильной промышленности США (всего 0,13 на 2002 г.) определяется нарастающей неконкурентоспособностью по сравнению с Китаем и другими странами с более дешевой рабочей силой. В 2006 г. текстильная промышленность отсутствует в классификации в принципе. Видимо, она сократилась до микроскопических размеров и т.п.

Таблица 12. Основные мультипликаторы для ряда отраслей США (средние данные на 2006 г.)

Отрасль	P/S	EV/Sales	P/E	EV/EBITDA	EV/EBIT	EV/BV
Алкогольные напитки	2,5	2,8	42,6	10,9	13,3	4,3
Банковское дело	NA	NA	21,6	6,1	6,1	1,8
Безалкогольные напитки	2,2	2,6	24,8	9,8	12,2	2,7
Биотехнологии	9,0	8,7	39,3	23,8	29,5	6,8
Водопроводы и канализация	3,1	4,6	40,3	8,7	11,0	1,7
Военная промышленность	1,2	1,3	36,2	10,8	13,5	2,9
Воздушный транспорт	0,9	1,1	43,3	6,2	8,6	5,0
Газетное дело	1,7	2,2	16,5	7,7	9,2	1,7
Гостиницы/казино	3,2	4,1	46,6	13,8	18,2	2,7
Грузоперевозки автотранспортом	0,7	0,9	24,7	4,2	5,9	1,9
Дистрибуция природного газа	0,9	1,4	23,0	7,1	9,4	1,6
Железные дороги	2,1	2,7	28,5	7,4	9,6	1,8
Издательская деятельность	1,3	1,6	44,9	7,6	10,1	2,6
Индустрия развлечений	2,2	2,7	79,1	9,1	11,4	1,7
Интегрированные нефтяные компании	0,9	0,9	65,3	4,6	5,6	2,6
Интернет	6,3	5,9	49,1	23,1	29,4	8,9
Информационные услуги	3,4	3,5	33,2	11,7	14,7	4,5
Кабельное телевидение	3,0	4,0	41,4	8,1	12,8	2,0
Машиностроение	1,0	1,3	53,2	8,1	10,2	2,2
Мебельная промышленность	0,8	1,0	42,7	7,2	9,0	2,0
Медицинские услуги	1,2	1,2	35,7	8,0	9,2	3,2
Металлообработка	1,1	1,2	22,6	7,9	9,9	2,6
Морские перевозки	1,5	2,3	20,6	6,1	8,0	1,5
Нефтепереработка	3,1	3,5	49,0	6,3	7,9	2,8
Образование	2,1	2,0	22,4	8,2	9,8	6,2
Производство автомобилей	0,6	1,1	22,3	6,6	10,0	1,6
Производство обуви	1,5	1,5	32,1	9,1	10,3	5,0
Производство одежды	1,2	1,3	26,5	9,1	10,9	2,8
Производство пищевых продуктов	1,1	1,4	38,3	9,0	11,0	2,7
Производство полупроводников	3,2	3,0	46,2	6,5	9,2	4,4
Программирование	3,7	3,4	52,9	12,3	14,7	8,2
Производство стали	0,9	0,9	12,9	5,5	6,4	2,8

Производство электроники	0,8	0,8	50,8	8,2	11,6	2,5
Реклама	2,0	2,3	49,8	11,5	14,8	3,1
Рекреационные услуги	1,9	2,2	31,3	8,9	11,3	2,4
Ресторанный бизнес	1,8	2,0	36,7	9,0	11,5	3,6
Розничная торговля	0,7	0,8	31,3	9,1	11,4	2,9
Сбыт электроэнергии (Восточное побережье)	1,6	2,4	26,6	7,3	10,1	1,6
Страхование жизни	NA	NA	17,4	2,5	2,5	2,1
Строительные материалы	0,6	0,7	29,6	6,2	7,6	17,0
Строительство жилья	0,6	0,9	35,0	5,7	5,9	1,4
Табачная промышленность	1,5	1,7	22,2	9,0	9,8	3,8
Телекоммуникации (оборудование)	2,8	2,5	51,7	12,4	14,8	8,4
Телекоммуникации (услуги)	2,3	2,9	46,2	5,2	8,7	1,9
Упаковочная промышленность	0,7	1,1	23,5	6,5	9,1	1,8
Угольная промышленность	1,8	2,0	26,3	7,5	10,3	3,5
Фармацевтика	4,2	4,2	57,2	10,8	13,6	4,7
Финансовые услуги	7,0	15,1	49,1	10,2	10,4	1,5
Фонды недвижимости	4,6	7,1	34,4	15,4	18,9	1,9
Химическая промышленность	1,0	1,2	25,9	6,5	8,6	2,6
Цветные металлы	7,5	7,7	105,3	16,5	24,5	4,0
Целлюлозно-бумажная промышленность	0,8	1,2	45,8	5,7	8,3	1,5
Шинная промышленность	1,1	1,2	12,6	7,9	9,9	2,7
Электронная коммерция	3,9	3,5	170,4	21,9	28,2	12,3
Энергетика	6,6	7,7	130,2	31,1	45,6	5,8
Рынок в целом	1,7	2,1	40,8	7,6	9,3	2,4

Источник: www.damodaran.com

А. Дамодаран не является сторонником отраслевого подхода. Во втором издании своей книги «Инвестиционная оценка»³ он замечает, что значение любого из мультипликаторов определяется одними и теми же базовыми факторами, а именно: риском ценной бумаги, приносимыми ею доходами и темпами их роста, поэтому предпочтительнее сравнивать компании, близкие по этим показателям, а не по отраслевому принципу. С точки зрения теории с этим можно согласиться, за исключением тех случаев, когда нам не известны ожидаемые показатели по оцениваемой компании. В этих условиях лучше всего сделать предположение о том, что динамика оцениваемой компании будет сходна с динамикой ей подобных (по типу бизнеса). Вторая причина, которая заставляет искать аналоги внутри того же отраслевого сегмента, связана с трудностями практического применения иных подходов. В мире миллионы компаний. Проверить их все на предмет наибольшей схожести с оцениваемой компанией по таким показателям, как риски и динамика денежных потоков, не представляется возможным, поэтому лучше ограничить круг поисков компаний-аналогов как минимум той же самой отраслью. Если «собратьев» по отрасли слишком много, то группу аналогов следует сузить, для чего можно провести отбор еще по какому-нибудь параметру (например, по размеру компании). За рамки отрасли имеет смысл выходить лишь тогда, когда в данной отрасли сравнимых компаний слишком мало.

³ Investment Valuation. Tools and Techniques for Determining and Techniques for Determining the Value of Any Asset. Second Ed. John Wiley & Sons, Inc., 2002. В переводе на русский язык: Дамодаран А. Инвестиционная оценка. Инструменты и методы оценки любых активов. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2008.

10.4. Фактор времени

Важно контролировать, чтобы значения, стоящие в числителе мультипликатора, для оцениваемой компании и компаний-аналогов брались на одну и ту же дату. Показатели на разные даты, строго говоря, не являются сравнимыми. Связано это с колебаниями рынка в целом, а также с колебаниями, специфичными для одной отрасли или группы отраслей. Например, акции нефтяных компаний могут упасть при падении цен на нефть.

Эта мысль была проиллюстрирована в одном из интервью известного аналитика фондового рынка Дэвида Фуллера⁴ газете «Ведомости», в котором он сказал: *«Долгосрочные тенденции к понижению имеют место, когда лопаются "пузырь", надувшийся не благодаря фундаментальному улучшению экономической ситуации, а из-за высокой ликвидности, при которой отношение капитализации к прибыли компании (P/E) резко вырастает. Так было в конце 1990-х гг., когда цены таких популярных акций, как те, что выпущены компаниями Microsoft и Yahoo, стремились в бесконечность. После обвала наступает фаза "медвежьего" рынка, которая может растянуться на целое поколение, и коэффициент P/E существенно сокращается... В 1980-е гг., когда начинался последний долгосрочный "бычий" период, мультипликатор P/E для компаний индекса S&P 500 составлял 8–9, а дивидендная доходность [т.е. мультипликатор P/DIV — Е. Ч.] — 6,5%. Я думаю, мы еще вернемся к этим значениям. В настоящее время мультипликатор P/E составляет около 30, а дивидендная доходность — 1,6%, и с исторической точки зрения эти показатели совершенно нельзя считать привлекательными».*

Аналогичных цитат можно найти великое множество. Вот еще одна:

«После экономической рецессии и вызванного ею наступления "медвежьего" рынка и "подавленных" цен акций приходит период "бычьего" рынка. Во времена "медвежьего" рынка ничего не стоит найти такие ценные бумаги, как акции компаний Coca-Cola, Intel и General Electric, торгуемые по мультипликатору P/E ниже 15, что контрастирует с ситуацией "бычьего" рынка, на котором значения P/E тех же самых компаний могут превышать 30»⁵.

Мы продолжим разговор о высоких и низких уровнях цен на конкретные акции и рынка в целом в разделе «Абсолютное и относительное» главы 12 — это очень важная тема.

Если мультипликаторы рассчитывают на основе рыночных котировок, то проблемы фактора времени не существует, поскольку при этом цены акций для всех компаний берутся на одну и ту же дату. Однако она возникает, если при проведении оценки используются цены сравнимых сделок по слияниям и поглощениям. Когда мы будем искать цены сравнимых сделок для нашей компании, мы столкнемся с тем, что заключение этих сделок происходило не одновременно и уж, тем более, не в тот день, на который мы производим оценку нашей компании. Устранить эту проблему достаточно просто. В нашей практике мы делали корректировку на возможное изменение цен во времени, чтобы привести все цены сделок к единому знаменателю. Для этих целей можно использовать различные индексы цен акций — как зарубежные, так и отечественные (например, Dow Jones, S&P 500, NIKKEI, индекс РТС и т.п.). Это зависит от набора аналогов и от того, на каких биржах они котируются.

Еще лучше использовать не те индексы, которые отражают динамику рыночных цен на акции на определенной площадке или в определенной стране, а отраслевые индексы. Они гораздо точнее отражают тренды, связанные со спецификой конкретной отрасли, ведь ее динамика отнюдь не всегда коррелирует с общерыночной в силу цикличности и других факторов (вспомним хотя бы бум интернет-компаний). Самыми общепризнанными являются, пожалуй, отраслевые индексы агентства Standard & Poor's,

⁴ Публикация от 2 марта 2004 г.

⁵ M. Buffet and D. Clark, The New Buffetology, Simson & Schuster UK Ltd. 2002, p. 75.

которое совместно с Morgan Stanley Capital International (MSCI) в 1999 г. разработало глобальную классификацию отраслей. Классификация предусматривает деление на 10 секторов⁶, 23 отраслевых группы и 59 отраслей, и для каждой из этих категорий рассчитываются соответствующие индексы. Существуют и регионально-отраслевые индексы, например в базе данных Bloomberg вы найдете такие индексы, как индекс азиатских химических компаний, индекс азиатских металлургических компаний и т.п.

Корректировка на изменения индекса производится очень просто. Допустим, сегодня нефтяной индекс составляет 120. Если нам нужна оценка акций компании А на сегодня — а в качестве аналога мы используем цену сделки по поглощению компании Б год назад, когда индекс составлял 100, — то цену сделки мы увеличиваем на 20%. В табл. 13 приводится пример реальных расчетов скорректированного P/S по ценам сделок, заключенных при поглощениях компаний — производителей гофрированной упаковки из разных стран. Как видно из таблицы, средний показатель P/S (его расчет производился за вычетом крайних наблюдений) на момент оценки оказался скорректированным примерно на 10% по сравнению со средним нескорректированным P/S, рассчитанным по ценам сделок за те четыре года, которые предшествовали дате оценки. Это связано с общим повышательным трендом в отрасли.

Другой способ корректировки мультипликаторов, позволяющий сделать их сравнимыми во времени, можно рассмотреть на примере расчета относительного, или скорректированного, P/E (relative P/E, или adjusted P/E). Этот показатель рассчитывается как отношение P/E конкретной ценной бумаги к P/E рынка в целом, т.е. если P/E компании равен 8, а рынка — 10, то скорректированный P/E составит 0,8. Для оценки компании с использованием этого мультипликатора нужно будет пользоваться следующим тождеством:

$P/E \text{ компании}_{t_1} / P/E \text{ рынка}_{t_1} = P/E \text{ компании}_{t_2} / P/E \text{ рынка}_{t_2}$, следовательно,

$P/E \text{ компании}_{t_2} = P/E \text{ компании}_{t_1} \times (P/E \text{ рынка}_{t_1} / P/E \text{ рынка}_{t_2})$.

Таким образом, мы рассчитываем мультипликатор P/E компании-аналога на момент оценки и принимаем его за P/E оцениваемой компании. Этот подход отличается от простой корректировки на динамику индекса тем, что он учитывает и изменения прибыльности компаний по рынку в целом за период с момента заключения сделки до момента оценки.

Особых трудностей с использованием скорректированного P/E нет. Как мы только что убедились, расчеты P/E существуют по многим странам. Однако необходимо помнить о том, что мультипликатор P/E рынка на год рассчитывается по среднегодовой рыночной капитализации, которая могла существенно меняться в течение года, поэтому желательно пересчитывать P/E на дату сделки. Это сделать не сложно, так как для расчета нужно знать только отношение капитализаций — средней за год и на конкретную дату, а эти данные получить легко.

Рассмотрим еще один вопрос. Как лучше корректировать P/E: в соответствии с динамикой рынка конкретной страны или отрасли? Предположим, вы оцениваете международную базирующуюся в Нидерландах или Швейцарии компанию с широкой базой международных инвесторов, в том числе американских. Исходя из этого, движение ее акций должно определяться скорее отраслевыми факторами, чем страновыми. Если же мы, наоборот, оцениваем маленькую немецкую компанию, работающую на местном рынке и котирующуюся на мюнхенской бирже, то на нее больше будут влиять колебания местного рынка. Раньше применялся в основном страновой подход, т.е. корректировка шла на динамику национального рынка. В настоящее время все чаще используется отраслевая корректировка. Особенно это актуально для акций европейских компаний, так как в связи с введением евро и усилением конвергенционных процессов в ЕЭС (унификация налогового законодательства,

⁶ Энергетика, сырье и материалы, машины и оборудование, потребительские товары первой необходимости, потребительские товары, не являющиеся предметами первой необходимости, здравоохранение, финансовый сектор, информационные технологии, телекоммуникации и коммунально-бытовые услуги.

законодательства по слияниям и поглощениям и т.п.) динамика цен акций европейских компаний все в меньшей степени определяется страновыми факторами.

Приведенные рассуждения нельзя назвать чисто теоретическими. Известно, что ведущие инвестиционные банки регулярно проводят предназначенные для внутреннего пользования исследования, в которых анализируется влияние на оценку страновых и отраслевых факторов. Выявлено, что на европейские акции динамика местного рынка влияла сильнее, чем отраслевой индекс, и это продолжалось примерно до 1996 г., когда отраслевые факторы начали перевешивать.

Что касается формирующихся рынков или их сравнения с развитыми, то там влияние страновых факторов пока еще остается сильным, так как различия между странами неизмеримо больше, чем внутри объединенной Европы.

Таблица 13. Пример расчетов мультипликатора P/S скорректированного на динамику рынка

Покупатель (страна)	Покупатель (страна/регион)	Дата сделки	Выручка (на год сделки), тыс. долл.	Стоимость компании по результатам сделки, тыс. долл.		S&P P&FP ⁷ на дату сделки	Стоимость компании на июль 2001 г. (с учетом динамики S&P P&FP ⁸), тыс. долл.	
				Всего	P/S		Всего	P/S
Papeles y Cartones de Europa (Испания)	Trasloga (Испания)	Сентябрь 2000 г.	12 417	13 559	1,09	937	18 777	1,51
Svenska Cellulosa (Швеция)	Medienos Plausas (Литва)	Сентябрь 2000 г.	12 250	2 926	0,24	937	4 051	0,33
VPK Packaging (Бельгия)	Rigid Group (Великобритания)	Август 2000 г.	21 433	14 693	0,69	937	20 347	0,95
Meta-Serla (Финляндия)	Medienos Plausas (Литва)	Март 1998 г.	10 625	12 171	1,15	1 293	12 215	1,15
Svenska Cellulosa (Швеция)	Nicollet (Франция)	Август 1999 г.	123 422	125 451	1,02	1 189	136 944	1,11
Svenska Cellulosa (Швеция)	Danapak Paremballage (Дания)	Февраль 1998 г.	102 201	78 522	0,77	1 189	85 715	0,84
Georgia-Pacific (США)	SeCorr Inc (США)	Август 1998 г.	282 000	276 000	0,98	1 062	337 120	1,20
Svenska Cellulosa (Швеция)	COCHIS (Италия)	Август 1997 г.	98 187	121 250	1,23	1 358	115 858	1,18
Карра Alpha (Великобритания)	Corrugated & Containerboard (C&C), 13 компаний (Восточная Европа)	Апрель 2000 г.	1 324 370	1 014 278	0,77	1 280	1 028 386	0,78
Среднее					0,94			1,03

Контрольный вопрос 16

Допустим, нам нужно оценить российскую энергетическую компанию на основе исторических цен сделок⁹. В качестве группы аналогов выбраны российские энергетические компании. Индекс цен российских энергетических компаний не рассчитывается. У аналитика есть выбор: применить иностранный индекс энергетических компаний или российский индекс движения рынка в целом. Как поступили бы вы? Какие расчеты можно провести, чтобы сделать этот выбор более осознанным?

После краха рынка акций интернет-компаний стали раздаваться голоса, что, может быть, нужно оценивать конкретную компанию, сравнивая не с аналогами из той же отрасли, а с рынком в целом. Утверждается, что если бы это делалось в свое время для интернет-компаний, то было бы намного легче увидеть, что их акции переоценены, чем при сравнении акций одной интернет-компания с акциями других схожих компаний. Трудность такого подхода заключается в том, что до краха интернет-акций предполагалось, что интернет-

⁷ S&P P&FP — S&P Paper and Forest Products Index.

⁸ Индекс S&P P&FP на июль 2001 г. составил 1297.

⁹ Этот пример несколько искусственный, так как в энергетике практически не было рыночных сделок, по которым можно было рассчитывать мультипликаторы.

компании будут развиваться гораздо быстрее, чем экономика в целом, и поэтому общий фондовый индекс, такой как S&P 500, в данном случае не может служить хорошим аналогом. Другое дело, что котировки интернет-акций не поддерживались расчетами по дисконтированным денежным потокам; кстати, многие финансовые аналитики об этом прекрасно знали, и многие фонды вышли из инвестиций в интернет-компании.

10.5. Другие факторы

Еще одним фактором, который влияет на степень близости аналогов, является размер компании. Давно было замечено, что небольшие компании торгуются со скидкой по сравнению со сходными более крупными компаниями. Объясняют это тем, что бизнес небольших компаний является более рисковым, денежные потоки — более волатильными, информационные потоки, например количество аналитических отчетов по акциям (coverage), — слабее, а ликвидность акций — ниже.

Так, премия за риск (по сравнению с безрисковыми вложениями в государственные облигации) для 10% самых маленьких компаний, котировавшихся на Нью-Йоркской фондовой бирже, за период 1926–1994 гг. составила чуть более 17%, тогда как для верхних 10% — чуть более 6% (табл. 14). Иными словами, это означает, что для оценки компаний из нижних 10% инвесторы применяют норму дисконта, которая на 11 процентных пунктов выше, чем для компаний из верхних 10%, и, следовательно, мультипликаторы для них должны быть существенно ниже. Таким образом, к мультипликатору можно еще применить скидку за размер компании. В последнее время появился ряд исследований, опровергающих наличие премии за риск для небольших компаний, однако собранных доказательств пока недостаточно, чтобы дать оценщикам основания пересматривать традиционные подходы.

Таблица 14. Средние годовые премии за риск для компаний, котировавшихся на Нью-Йоркской фондовой бирже (за период 1926–1994 гг.)

Категория*	Средняя капитализация компании, млн долл.	Средняя годовая премия за риск ¹⁰ , %
1	14 200	6,31
2	3500	8,39
3	1800	9,13
4	1170	9,74
5	730	10,80
6	480	10,75
7	290	11,22
8	190	12,14
9	100	13,13
10	40	17,28

* Категория 1 означает верхние 10%, а категория 10 — нижние.

Источник: Ibbotson Associates.

Контрольный вопрос 17

Корректно ли, на ваш взгляд, суммировать скидки за недостаточную ликвидность и размер?

В последнее время в связи с многочисленными скандалами из-за махинаций с отчетностью — в первую очередь это касается американских компаний — приобретает особую популярность учет в оценке такого фактора, как корпоративное управление или степень защиты интересов акционеров и кредиторов компаний. Первые исследования по этой теме

¹⁰ По сравнению с безрисковыми вложениями.

были проведены еще до «периода скандалов» — в середине 1990-х гг. Например, в одном из известных исследований¹¹ сначала было показано, что в странах с общим правом (common law)¹² инвесторы и кредиторы юридически защищены лучше, чем в странах с гражданским правом (civil law)¹³. Далее были рассчитаны показатели Q для этих стран (в выборку попали крупнейшие компании из каждой страны — всего 539 компаний) и выведены их средние значения. Оказалось, что средний мировой показатель Q равен 1,27, для стран с гражданским правом — 1,2, а с общим правом — 1,37. Мы приводим эти данные лишь для примера. Ими не стоит пользоваться при реальных расчетах. Во-первых, как уже было сказано, эти исследования проводились до многочисленных скандалов вокруг обанкротившихся американских и европейских компаний (Enron, WorldCom, Parmalat и др.), а во-вторых, методология данных исследований подверглась существенной критике. Еще одно известное исследование ранжирует компании только одной страны (Южной Кореи). Оно показало, что рост рейтинга корпоративного управления на 10 баллов (максимальный балл — 100) ведет к росту стоимости компании на 14%. Переход из категории «10% худших компаний» в категорию «10% лучших» ведет к удвоению рыночной стоимости.

Наконец, предлагается для оцениваемой компании и компаний-аналогов рассчитать следующие финансовые показатели:

- показатели ликвидности, например коэффициенты текущей (current ratio) и срочной ликвидности¹⁴ (quick ratio);
- показатели оборачиваемости активов, такие как оборачиваемость дебиторской задолженности (accounts receivables turnover), оборачиваемость запасов (inventory turnover), оборачиваемость чистого оборотного капитала (sales/networking capital), оборачиваемость основных фондов (sales/fixed assets);
- коэффициенты покрытия процентных расходов, такие как коэффициент покрытия процентных выплат¹⁵ (times interest earned) и коэффициент покрытия фиксированных выплат (coverage of fixed charges);
- показатели использования долга для финансирования бизнеса, такие как отношение долга к инвестированному капиталу¹⁶ ($\frac{E}{E+D}$, E, где E — акционерный капитал, D — долгосрочный долг) и т.п.;
- показатели прибыльности бизнеса (рентабельность продаж и т.п.).

Если оцениваемая компания находится ближе к верхнему пределу диапазона по этим показателям, то это может служить обоснованием более высокой оценки из того диапазона, который дают мультипликаторы, и наоборот. Этот метод очень схож с расчетом мультипликаторов на основе регрессионных уравнений; принципиальное отличие состоит в том, что для расчета регрессии используется гораздо меньше показателей, чем мы перечислили (см. следующий параграф настоящей главы).

Таким образом, выявляется все больше и больше факторов, которые нужно учитывать при грамотном подборе аналога. Этот процесс не должен стать самоцелью, так как в предельном случае он ведет к трудностям с поиском информации, а также к неизбежному и неоправданному сужению группы аналогов.

¹¹ R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, R. Vishny, Investor Protection and Corporate Governance // *Journal of Financial Economics*, October, 2002.

¹² Австралия, Великобритания, Гонконг, Израиль, Ирландия, Канада, Новая Зеландия, Сингапур, США.

¹³ Австрия, Аргентина, Бельгия, Дания, Германия, Греция, Испания, Италия, Корея, Мексика, Нидерланды, Норвегия, Португалия, Финляндия, Франция, Швеция, Швейцария, Япония.

¹⁴ У Ковалева также встречался перевод «коэффициент быстрой ликвидности».

¹⁵ Ковалев дает перевод «коэффициент обеспеченности процентов к уплате».

¹⁶ У Ковалева — «коэффициент финансовой зависимости капитализированных источников».

10.6. Краткие выводы

- Чтобы одна компания послужила хорошим аналогом для оценки другой, желательно их сходство по многим факторам, однако в первую очередь следует обращать внимание на страновую и отраслевую принадлежность обеих компаний, а также на дату оценки и дату сделки с компанией-аналогом.
- Для компаний из разных стран корректировки на разницу в страновом риске содержат серьезную погрешность, так как не существует точных формул перевода этой разницы в скидки/надбавки к мультипликаторам. В связи с этим в идеале лучше всего сравнивать компании из одной страны (что не всегда возможно) или как минимум из похожих стран.
- Межотраслевые различия в значениях мультипликаторов также очень существенны, поэтому целесообразно ограничивать выборку аналогов компаниями из одной отрасли.
- Из-за колебаний фондовых рынков в целом и отдельных отраслей некорректно сравнивать мультипликаторы, рассчитанные на разные даты. В тех случаях, когда для расчета мультипликатора используются цены сделок, необходимо их пересчитывать на гипотетический момент оценки с учетом динамики отраслевых индексов.
- Подобный механизм корректировки на динамику фондового рынка предусматривает использование относительного или скорректированного P/E, который рассчитывается как P/E конкретной ценной бумаги, деленный на P/E рынка в целом.